

“市场风险溢价”概念内涵辨析

邵希娟(教授) 孟 慧

(华南理工大学工商管理学院新型工业化发展研究所 广州 510640)

【摘要】 由于人们混淆或者没有区分好各类市场风险溢价的概念,导致实际使用时取值的大小离散性非常高。为此,本文首先归纳出已有文献中对 MRP 的分类,然后从时间和使用主体角度对其重新分类,并着重区分各种 MRP 的概念内涵,明确各概念之间的联系与区别,为现实决策与金融理论模型提供一定的理论基础。

【关键词】 市场风险溢价 概念辨析 MRP 的内涵

一、引言

市场风险溢价(MRP)又称为股权风险溢价或者市场风险回报率,指市场最佳投资组合下的收益率与无风险收益率的差额,用来衡量投资者由于承担风险而获得的报酬率。

MRP 是股票价格水平的决定性因素,是投资者在进行某些投资决策时利用 CAPM 估计资本成本时必需的一个重要参数,所以它在众多公司的项目价值评估中起重要作用;并且,它还是很多金融理论模型的输入参数。因此,MRP 是现实决策和金融学中的重要参数之一,正确理解和计算它具有重要意义。但它也是一个很难理解的概念。

从相关文献不难发现,人们经常把各类市场风险溢价的概念进行混淆或者是没有很好地区分。Pablo Fernandez(2004)提出 MRP 在使用中常被用来描述三个不同的概念:要求的 MRP、历史的 MRP 和期望的 MRP。2008 年,他研究权威作者们在 1979 年到 2008 年间出版的 100 本关于公司财务及估值的教科书,发现其建议的 MRP 的范围是 3%~10%,而其中的 28 本书还在不同的页码使用不同的 MRP。2009 年,他通过问卷调查的方法证实了教授们对于 MRP 的取值缺乏共识,使用的 MRP 取值离散性非常高:同一机构的教授使用的 MRP 的离散度为 3.5%,而范围扩大到一个国家就变成了 6.9%。并且教授们使用同一参考资料得到的 MRP 也具有很大的离散性:引用伊博森作为参考得到的 MRP 范围在 3.5%~16.5%之间;引用迪姆森等人的 MRP 为 3%~9%;引用达兰的 MRP 则为 2.5%~9%;而引用布里厄利和迈尔斯的 MRP 为 4%~10%。公司之间使用的 MRP 同样具有很大离散性,2008 年 416 家欧洲公司使用的 MRP 范围从 2%~30%。这些使得人们在使用 MRP 时对到底如何取值更加迷惑。

Pablo Fernandez 认为以上两种混乱源于 MRP 本身的概念具有不同的指向:历史的 MRP、期望的 MRP、要求的 MRP、隐含的 MRP。阙紫康(2006)也指出 MRP 在三种不同含义上被使用:投资者要求的 MRP、企业能提供的 MRP 和历史经验的 MRP。然而,他们都没有介绍这些概念的区别和联系,以及什么时候它们之间可以相互替代,什么时候使用哪

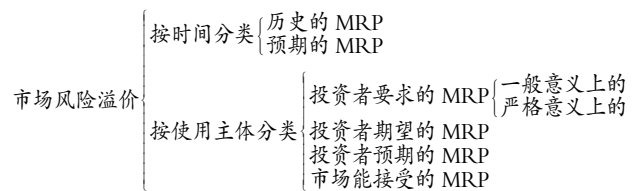
一个概念比较合理等信息。而国内其他的研究甚至根本没有指出其含义,就直接做实证研究。

二、MRP 的分类

目前已有的文献对 MRP 的分类大致如下表:

作者(年份)	类别
Pablo Fernandez(2004)	要求的 MRP、历史的 MRP 和期望的 MRP
阙紫康(2006)	投资者要求的 MRP、企业能提供的 MRP 和历史经验的 MRP
Pablo Fernandez(2008)	要求的 MRP、历史的 MRP、期望的 MRP 和隐含的 MRP

而实际上,根据不同的分类标准可以将 MRP 分为不同的类型,如下所示:



其中,按时间划分,历史的 MRP 是指在过去一个特定的计算期内,市场平均收益高于国债平均收益的部分;预期的 MRP 是面向未来的,是预期的市场平均收益高于国债平均收益的部分。

按使用主体划分,一般意义上投资者要求的 MRP 即是很多文章里面提到的“要求的 MRP”,是投资者在无风险利率下多元化市场组合的投资所要求的递增回报,而更为严格意义上“投资者要求的 MRP”则是 Pablo Fernandez 所指的“隐含的 MRP”,即假设市场价格是正确的情况下投资者要求的 MRP;“投资者预期的 MRP”指投资者对未来风险报酬的预期;“投资者期望的 MRP”指投资者在参照相同或近似投资组合的风险报酬之后心理希望得到的报酬率;“市场能接受的 MRP”则是指市场供给价格所能提供的风险溢价水平。

由此可见,在不同的研究范围内,MRP 概念的内涵和外

延不同,教科书和一些相关的文献在使用时应该按所限定的内涵使用,并在一定的前提条件下进行概念的替换。而教科书和文献中恰恰没有做到这一点,因而导致在现实使用中出错。

三、MRP 各概念之间的区别和联系

1. 按时间划分的 MRP 的区别和联系。历史的 MRP 基于过去已有的数据来测算,其结果是对过去真实的反映,只要使用相同的时间段、市场指数、无风险的计算方法和平均值(算术或几何),它就对于所有投资者是相等的。而预期的 MRP 是对市场未来的风险溢价的估计,对于未来而言并不是一个准确的值,且由于投资者可能是基于不同的计算模型,也会得出不同的预期的 MRP。

由此可见历史的 MRP 和预期的 MRP 明显是不同的,却又是联系的。在未来与过去相似且平均的收益在很大程度上独立,或者历史 MRP 的测算对样本期间的依赖程度较低,又或者能够找到方法把计算平均收益的样本限制在稳定数据的情况下,可以用历史的 MRP 来预测未来的 MRP。

根据 Pablo Fernandez(2008)的研究,用几何平均和算术平均两种方法计算的平均市场风险溢价结果存在很大区别。那么究竟如何用历史的 MRP 预测未来的 MRP?Bradford Cornell(2004)认为,在假设未来与过去相似条件下,如果所平均的收益在很大程度上是独立的,那么估计未来持有期收益的最好办法就是把相同持有期的过去收益做算术平均;而如果目的是为了对今后若干年的平均市场风险溢价做出估计,则使用几何平均数就更好一些。但是如果未来和过去不相似,那么无论用哪种方法得到的历史 MRP 去预测未来都是不准确的。

另外对廖理、汪毅慧(2003)、程兵、张晓军(2004)、巫绪芬(2007)等和陈李(2008)等关于中国 MRP 的实证研究对比分析可以看出历史的 MRP 的估计对样本期间的选择是很敏感的,它会随着样本期间的变化而发生变化,甚至变化很大。这就说明它对样本期间的选择依赖程度很大,此时将很难确定出一个具体的历史的 MRP 来预测未来。因此,只有当历史的 MRP 的测算对样本期间的依赖程度较低时才能在一定容错率下用其来预测未来的 MRP。

除此之外,收益的稳定性也是一个很大的影响因素。因为经济学理论包含一个假设:将市场作为一个整体,收益的变化性越大,意味着风险溢价就越大。那么若收益是非稳定的,市场风险溢价也就是非稳定的,这时直接用过去的平均数来预测未来就必定存在问题。而若能找到导致收益非平稳性的原因,并能够采取方法把计算平均数的样本限制在稳定数据上,就能用历史的 MRP 来预测未来的 MRP。

由此可见,在使用时考虑其假设前提、用什么方法计算、对样本区间的依赖程度是否适合用该方法、收益的平稳性是否可以处理达到平稳的要求等问题之后,历史的 MRP 也许是实际应用中预测预期的 MRP 的有用工具。倘若发现不能用历史的 MRP 来估计预期的 MRP,就要寻找面向未来的计算方法来测算预期的 MRP。

2. 按使用主体划分的 MRP 的区别和联系。一般意义上

的投资者要求的 MRP 和更为严格意义上的投资者要求的 MRP 二者的区别在于两个方面:①后者有市场价格是正确的严格假设;②两者的计算方法不同,由于投资者要求的 MRP 包含了主观的因素可能是不可知的,所以 Pablo Fernandez 在 2009 年初采用问卷调查的方法取得投资者要求的 MRP,而阙紫康等(2001)指出利用基于消费的资产定价模型可以直接估计投资者所要求的 MRP,但由于很难获取模型的输入数据,导致这个估计方法也难实现。另外还可以利用历史的 MRP 来间接估计投资者要求的 MRP,这种方法的内在逻辑是:如果市场长期处于活跃状态,可以合理假定此时观察到的 MRP 对投资者存在吸引力,反映了投资者的要求;而对于严格意义上的投资者要求的 MRP,目前并没有一种可行的方法来计算。两者的联系在于只要一般意义上的投资者要求的 MRP 恰巧是在市场价格正确或者将市场价格调至正确时求出来的,那么它就和严格意义上的投资者要求的 MRP 相等。这样根据前文的区分可以知道对于某些特定的投资者,要求的 MRP 和隐含的 MRP 是相等的。

很多研究提出的是要求的 MRP、期望的 MRP 或者预期的 MRP,本文强调的是投资者要求的 MRP、投资者期望的 MRP 和投资者预期的 MRP。这是因为它们对于不同的投资者会不同,而且在一定程度上是不可知的,事实上只有当所有投资者的期望的 MRP=要求的 MRP=预期的 MRP 时谈论所有投资者的市场投资组合的 MRP 才是有意义的,单独谈论市场期望的 MRP 和要求的 MRP 是没有意义的。我们只能指出投资者要求的 MRP 有多少,分布在哪一个范围,但是分布的平均值不能被解释为市场要求的 MRP。对于预期的或期望的 MRP 也一样,许多论文和书籍声称或暗示有“市场”预期的 MRP,但实际中投资者和教授们并不共享这种“预期”,他们有不同的投资组合风险资产,也可能有不同的预期的 MRP 或者期望的 MRP 评估。因此,前面所提到的预期的 MRP 即是投资者预期的 MRP。

布里厄利(2005)等曾指出:“不要相信任何声称知道预期投资回报率的人。”由此可见投资者预期的 MRP 也许确实没有很好的计算方法。韦尔奇(1997)、奥尼尔、威尔逊和马希赫(2002)等学者试图通过问卷调查得到预期的 MRP。然而,Pablo Fernandez 分析这些调查报告得出:预期的 MRP 会随着时间推移而改变,有很大的分散性。因为投资者预期的 MRP 和投资者要求的 MRP 一样会受到心理因素及认知的影响,导致不同的投资者对同样的权益现金流量和同样的风险评价有不同的预期和期望。

值得注意的是:合理的要求的 MRP、预期的 MRP 以及期望的 MRP 都可能会随着时间变化而不断变化,因为投资者的认知会逐渐深入,而且不同的时间可利用的信息也会有所不同。另外根据人的心理特点分析,有些时候投资者预期的 MRP 可能为负,但其要求的和期望的 MRP 则应该永远都为正,这才合乎事实。只有在投资者认为市场价格与股票价值相等的情况下,他预期的 MRP 才和要求的 MRP 相等。而期望的 MRP 一定因人而异,而且很大程度上受到个人理性的影

论构建高级应用型会计人才实践教学体系

汤 健(教授)

(湖南商学院 长沙 410205)

【摘要】现代高等教育形势的变化对人才质量的要求产生了重大影响,特别是对应用型会计人才的能力提出了更高的要求。本文针对普通高校的会计人才培养特性,提出了高级应用型会计人才培养的质量标准,构建了适应人才培养要求的分层递进式实践教学体系。

【关键词】会计人才 培养模式 实践教学

如何实现高级应用型会计人才的培养定位有效地开展实践教学,是我们在人才培养中一直关注的重要内容。本文拟对高级应用型人才的培养质量标准及会计专业实践教学体系的设置进行探讨,以期对提升会计人才的培养质量起到抛砖引玉的作用。

一、高级应用型会计人才的质量标准

要实现普通高校会计专业的高级应用型人才培养目标,我们认为首先要理解应用型人才的内涵。根据《宋书·袁豹传》中提到的“器以应用,商以通财”,“应用”是指“适应需要,以供使用”。布鲁姆对教育认知目标分成六大类:识记、领会、应用、

分析、综合及评价,这六大类环环相扣、互相制约、互相依存。人才培养中的“应用”则指能将学习材料用于新的具体情境,包括原则、方法、技巧、规律的拓展,代表较高水平的学习成果。应用需要建立在对知识点掌握的基础上。结合会计学专业特点,高级应用型人才的3A质量标准:

1. 应用意识强。第一个A是Application(应用的意识)。对于地方性高校的会计学专业来说,其主要方向是培养在企事业单位从事财务工作的应用型人才。因此我们在构建学生的理论知识结构的基础上,更应注重其对知识实际运用能力的培养。所以要培养学生强烈地把知识运用于实践的意识,这是

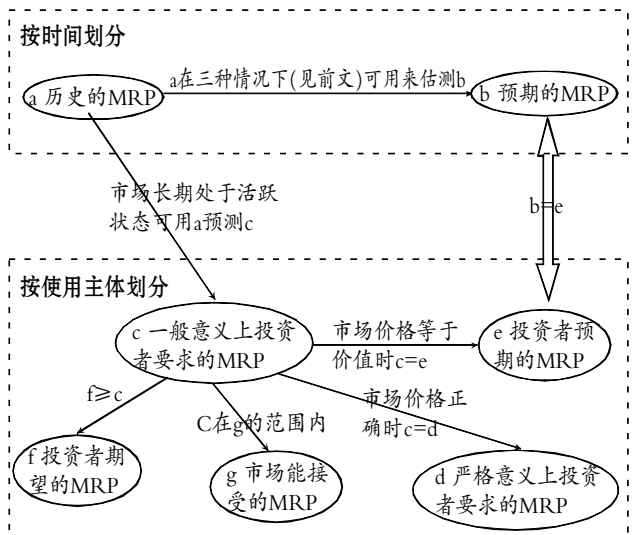
响,一般会高于其要求的MRP。市场能接受的MRP,是一个范围而不是一个具体的值。根据经济学理论,市场价格是围绕市场价值上下波动的,当市场价格严重偏离市场价值的时候,就会导致市场无效。而市场能接受的MRP就是在市场价格正常的波动范围内的风险溢价。它就像一根准绳,投资者要求的MRP一定是在市场能接受的MRP的范围内,如果超出这个范围就不可能实现也没有意义。

四、结语

本文分析了关于市场风险溢价颇多的争议和在使用MRP时由于概念不清导致的混乱现象,对MRP重新分类,并着重区分了MRP的各个概念的内涵,明确了各概念之间的联系与区别(见右图)。

在使用时首先要明确知道MRP各种不同的内涵,然后弄清自己所用的到底是哪一个MRP,再根据所满足的条件来替换使用,而不能盲目地参照资料估值。另外,在使用股利贴现模型、盈利增长模型等前瞻性方法来预测未来的MRP时,也要考虑其使用的前提和假设,不能认为这些面向未来的方法就一定比用历史的MRP预测要准确。

【注】本文系教育部人文社会科学项目(项目编号:10YJA630129)的阶段性研究成果,并得到广东省自然科学基金项目(项目编号:x2gsB6090370)及广东省哲学社会科学基金项目(项目编号:x2gsN4100050)的资助。



主要参考文献

1. 布拉德福特·康奈尔著,吴洪译.股权风险溢价:股票市场的远期前景.北京:机械工业出版社,2004
2. 廖理,汪毅慧.中国股票市场风险溢价研究.金融研究,2003;4
3. 程兵,张晓军.中国股票市场风险溢价.系统工程理论方法应用,2004;1